

## 引领行业发展，享受消费升级盛宴

——上海汽车（600104）调研报告

### 事件：

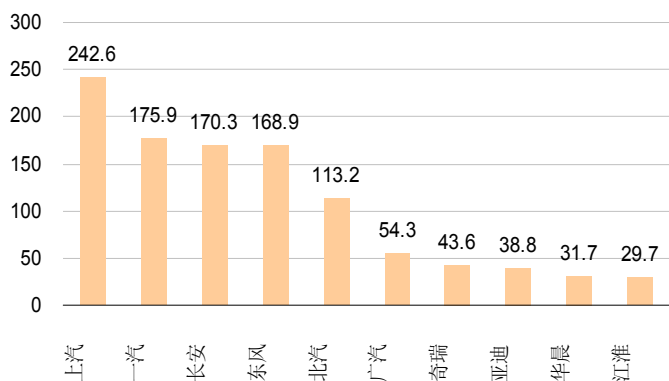
近期，我们调研了上海汽车（600104），与公司董秘、证券事务代表等就 2010 年行业展望、公司发展战略、经营管理等问题进行了交流。

### 分析与点评：

#### 1、预计全年销量有望接近 270 万辆

公司作为行业龙头公司，充分享受了本轮汽车行业超预期增长的“盛宴”。

图 1：1-11 月前十名车企销量（万辆）



（数据来源：中汽协 爱建证券）

前 11 个月，公司销量达到 242.6 万辆，同比增长 54%，高于乘用车行业平均增长水平近 15 个百分点，市场占有率 19.83%，位居行业第一。我们预计全年销量有望接近 270 万辆。

公司谨慎预计今年销量 265 万辆、2010 年将达到 300 万辆，同比增长 13%（公司预计行业平均增速为 10%）。我们认为，公司这一预计比较保守。

#### 2、行业处于长期景气周期的上升阶段

公司认为：长期来看，国内汽车行业正处于景气周期的上升阶段。

主要有如下判断依据：

（1）参照国外标准，当人均 GDP 达到 3000 美元的时候，汽车会快速进入家庭，2008 年全国人均 GDP 已经超过 3300 美元，2009 年有望达到 4000 美元，部分地区已经接近或超过 1 万美元大关，所以汽车的消费空间很大；

### 交 运 设 备

评级： **强烈推荐（维持）**

上次评级： 强烈推荐

目标价格： **¥33.0**

当前价格： **¥26.8**

**2009.12.28**

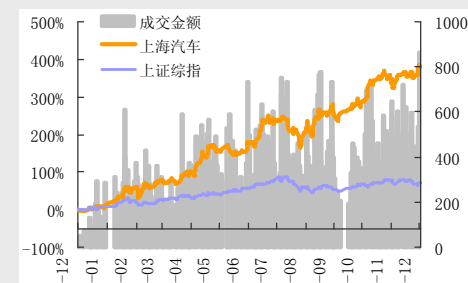
### 基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	65.51/65.51
总市值（亿元）	1755.7
流通市值（亿元）	1755.7
每股净资产（元）	6.07
净资产收益率（%）	9.99

### 交易数据

52 周内股价区间（元）	5.28 ~ 27.23
PE（TTM，倍）	73
动态 PE（倍）	17.9
市净率（倍）	4.4

### 52 周内股价走势



褚艳辉 侯英民

行业研究员

电话

021-32229888\*3507

邮箱

chuyanhui@ajzq.com

### 相关报告

(2) 目前国内汽车的千人保有量约 45 辆/千人，轿车只有 23 辆千人，部分地区已经进入孕育期或起飞期，即将进入快速增长阶段；

(3) 考察 R 值（车价/人均 GDP，国际上预测汽车行业发展的指标）可以发现：当一个国家的 R 值达到 2-3 时，该国的轿车开始大规模进入家庭，轿车市场进入成长期；国内车价存在向下空间，而人均 GDP 正处于加快增长阶段，因此 R 值越来越接近 3；

(4) 一级市场在经历过 02、03 年消费高峰的漫延以后，增量空间相对有限，二三四级市场保有量偏低、呈现超越一级市场的高速增长态势和发展潜力；未来呈现出的特点是，一级市场进入换购潮，三四级市场进入初次消费的高峰。

### 3、合资品牌超预期完成年初规划

#### (1) 上海通用预计全年实现销量 72 万辆

上海通用实行“多品牌、全系列”战略，最新数据显示，累计销量已突破 70 万辆，具体情况如下：

别克品牌销量超过 43 万辆：新君威和新君越达到 15 万辆，凯越已接近 24 万辆；雪佛兰品牌已达 26 万辆：科鲁兹 8 个月累计销量接近 9 万辆，乐风、乐骋销量突破 12 万辆。

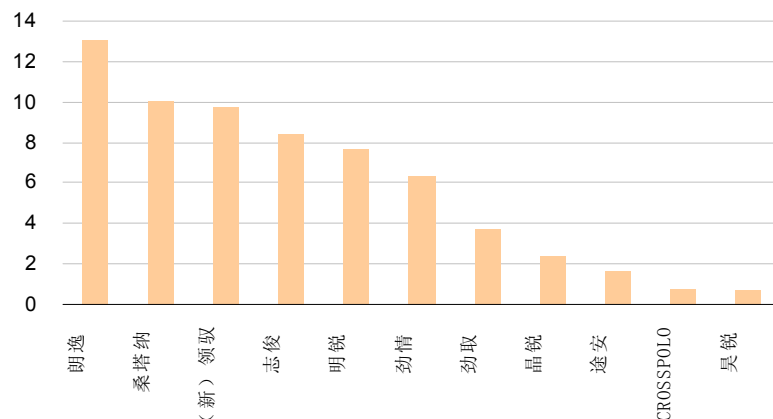
后续推向市场的车型包括：别克英朗、雪佛兰新赛欧、凯迪拉克新赛威 SLS、凯迪拉克 SRX 等，值得一提的事，新赛欧作为主攻小排量细分市场的一款车型，明年有望凭借良好的性价比优势进一步放量。

预计全年实现销量 72 万辆。

#### (2) 上海大众暂居销量第一的位置

前 11 月，上海大众实现销量 64.06 万辆。

图 2：1-11 月上海大众各品牌销量（万辆）



（数据来源：中汽协 爱建证券）

从前 11 个月的数字来看，除上汽通用五菱外，上海大众、一汽大众、上海通用分列第一、二、三位，销量为 64.06 万辆、61.65 万辆、61.32 万辆，全年来看，上海通用可能成为第一。

### 4、自主品牌明年销量增幅有望超过 100%

自主品牌采取了“由中高端向下拓展”的发展模式，即凭借已有的品牌优势、售后服务、满意度等优势将运作的比较成熟的中高端汽车的经验向低端拓展。

由于搭载自身研发并掌控的发动机及关键零部件（特别是双离合变速箱 DCT，可将油耗和排放降低 20%），公司预计自主品牌将走上持续放量的轨道，今年 1-11 月，荣威与 MG 销量突破 8 万辆，同比增长超过 160%，预计全年销量将接近 9 万辆。随着临港基地的投产使用，整个自主品牌产能将达到 23 万辆。

公司预计 2010 年：

- (1) 将有包括 MG 6、荣威 A 级车、荣威 SUV 等 3-4 款新车上市；
- (2) 预计明年销量翻番，达到 18 万；2012 年可达到 40 万辆的目标。

## 5、通用五菱蝉联微车销量冠军

截止 12 月 15 日，上汽通用五菱共销售整车 102.64 万辆，同比增长 57.8%，连续 5 年蝉联微车销量冠军。其中五菱之光销量达到 57.6 万辆，同比增长 40.5%；五菱荣光上市 19 个月的销量达 25.6 万辆。

另外，上汽和通用在印度成立的合资公司，将在印度推广上汽通用五菱“低成本、高价值”的业务模式。

明年上汽通用五菱将有两款微车新品投放市场。公司预计，明年五菱增幅可能有限，预计在 5%左右。

## 6、商用车短期难以贡献业绩

商用车占公司营收比重较小，因此对公司销量提升比重影响很小，预计 1-2 年内营收不会有太大提升，但是以后这块业务会争取做好。目前亏损比例减少，预计明年可转正。

通用和一汽在长春成立商用车公司，对公司没有影响。

公司的商用车以后将全部跟菲亚特合作，包括 IVECO 客车、重卡、轻卡、专用车及核心零部件等领域。

## 7、核心零部件是明年一大看点

包括两个部分：

对于传统汽车而言，主要用于出口和搭载在自主品牌汽车上；如前所述的双离合变速箱 DCT 以及发动机；

对于新能源汽车而言，主要是借助集团优势开发的电池动力系统、管理系统、齿轮箱等。

## 8、公司将是汽车金融的领头羊

国内汽车消费信贷尚处起步阶段，与发达国家相比增长潜力巨大。美国、日本、西欧的消费信贷渗透率分别为 90%、75%、70%，而国内仅 8%左右，在该领域业务开展最好的上汽金融，也仅 11.1%。

目前公司旗下有 2 家汽车金融公司：上汽通用汽车金融公司主要为上海通用服务，上汽财务则立足于自主品牌与上海大众。公司现在已经是汽车金融的行业老大，未来将继续保持这一地位。

汽车贷款利率为 8-10%，公司认为汽车金融发展的一个重要瓶颈是如何获得低成本的资金。

以前的汽车消费信贷主要以小业主、小老板为主，根据最新数据显示，80 后购车者已占汽车信贷的 65%左右，所以，年龄构成上来看，乘用车消费者已经越来越年轻化；区域构成上来看，沿海、四川开展的较好，东北、河南等地则相对落后。

公司重卡等产品也开展了少量的融资租赁业务，考虑到事后跟踪风险较大，因此目前业务很少。

我们预计，汽车消费信贷 2010 年会超预期放量，预计 3 年后消费信贷渗透率有望达到 15%，中长期来看，可实现 25%的目标，并且有乘用车向商用车领域扩展。

## 9、已经制定了完整的新能源规划并开始实施

公司是国内在新能源汽车领域规划最全面、产业链最完整、市场化步伐最清晰的公司。在实际操作中，公司与大股东展开合资成立子公司，借助大股东的实力研发生产，待条件成熟时进入上市公司。

公司新能源产业化阶段性目标是：2010 年，投产荣威 750 中混混合动力轿车；2012 年，荣威 550 插电式强混轿车上市，自主品牌纯电动轿车推向市场。

拥有国内最完整的新能源汽车产业链是公司实现新能源产业化的竞争优势。公司在整个产业链上的布局，形成包括电池系统、电机及控制、电力电子、电动转向、电动空调开发能力和整车集成能力在内的新能源自主核心竞争力。公司在燃料电池、关键零部件领域技术领先，以后将首先应用到自主品牌。

公司已成功研制生产出包括二甲醚客车，混合动力客车、纯电动客车、超级电容客车、混合动力轿车、插电式燃料电池轿车等新能源汽车。

11 月 25 日，公司在唐山市曹妃甸建立了具有核心竞争力的新能源客车生产基地，将以发展电动客车、混合动力客车以及传统客车产业作为起步，并根据需要拓展至其他种类车辆，其产品主要满足唐山、河北乃至华北市场需求。

世博会是公司展示新能源汽车的一个良好契机：合计约提供 982 辆新能源汽车，含汽车混合动力轿车 350 辆。因此，公司的新能源汽车行驶公里数为国内最多。

### 10、二三级市场布局完整

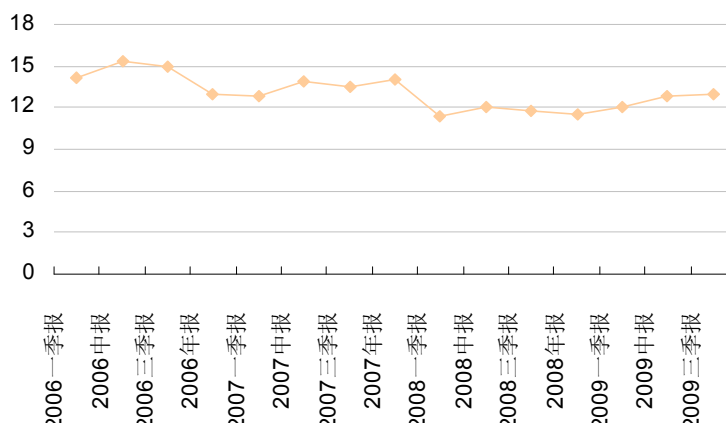
公司认为，明年销量的市场区域结构将发生变化：一级市场将进入换购潮，增量有限，而二三四级市场首次购车比重将明显增大。总体来看，一二线城市下半年开始已经复苏转好，由于消费习惯影响，换车通常会选择 1.8L 以上，因此利好利润提升。公司在二三级与三四级市场的营业网点布局各半，不同区域实施不同市场政策，部分地区可以适当放低 4S 店标准，成熟管理经验、运作模式、更了解消费者等因素有利于以后核心业务的开展。

### 11、毛利率小幅提升，产能利用率达到历史最高

公司前三季度综合毛利率为 13.06%，上升 0.96 个百分点，其中汽车制造业和金融业上升 0.8 %和 27.37%。

公司预计明年汽车零售价格总体保持平稳，综合毛利率的变动受销量结构、原材料等的影响，总体而言，对于成本不用过于担心，更关注下游需求。

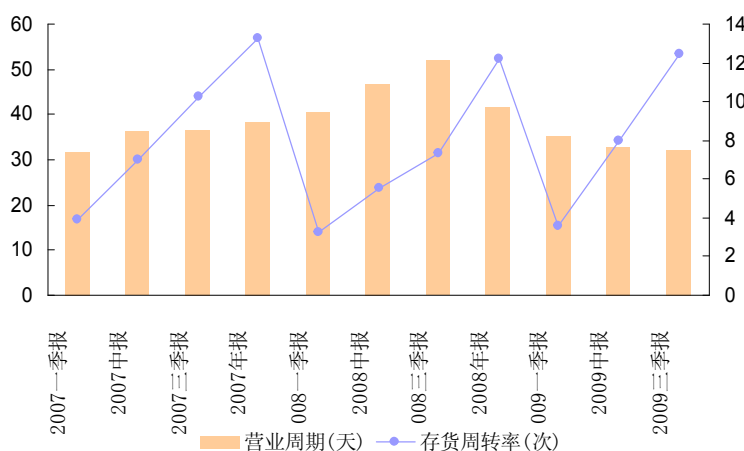
图 3：销售毛利率 (%)



(数据来源：公司公告 爱建证券)

由于今年市场超预期增长，公司的产能利用率达到 89% 的高点，国际比较来看，一般在 75% 左右就很好了，由于明年销量仍将乐观，因此预计产能利用率将维持高位。

图 4：营运能力明显提升



(数据来源：WIND 爱建证券)

## 12、双龙影响渐远，印度市场是国际化步伐的新一步

公司对双龙计提长期股权投资减值损失累计额 11.82 亿，合 EPS0.18 元，双龙对于公司业绩的影响已经全部反映。公司一直看好海外市场，双龙进入回生程序不会阻止公司的国际化步伐。

公司与通用汽车去年就是开始商谈关于上海通用 1%股权转让的问题，经过多次反复，与重组后的新通用最终达成一致，公司持股增至 51%，符合中国会计准则。

美国通用进入印度市场较早，目前销量位居 5-6 位，销量靠前的厂家都是日系车；通用与印度政府保持着良好的关系，并已经有现成销售网络。

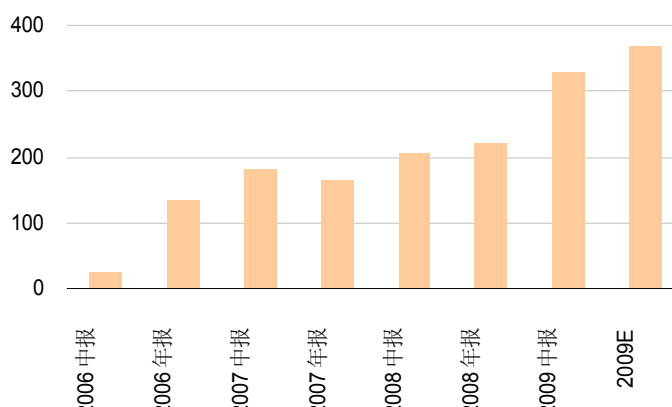
新公司将适应印度市场引入新赛欧、五菱等车型，公司将借此拓展东南亚市场，逐步站稳亚洲，进而为全球战略做准备。对于欧洲市场，MG 品牌将是一个有利的武器。

## 13、收购整合仍将继续

我们认为，公司在收购整合仍将继续，主要有以下几个原因：

- ◇ 《汽车产业调整和振兴规划》支持国内车企兼并重组，鼓励形成“四大四小”的格局
- ◇ 公司发展战略导向
- ◇ 现金流十分充裕，全年预计有 370 亿货币资金。

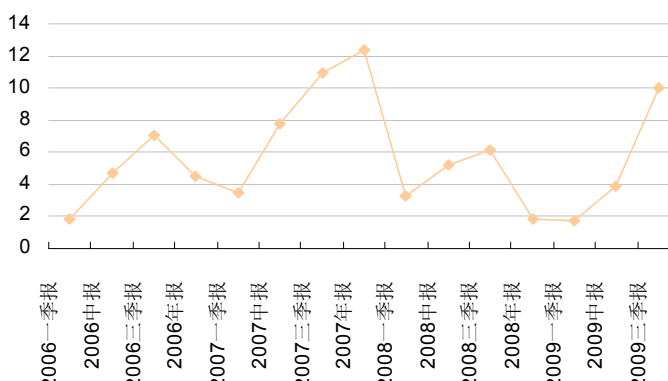
图 5：现金资产充裕（亿元）



## 14、2010 业绩保持增长，维持“强烈推荐”的投资评级

预计 2010 年销量增长约 20%，随着中高级车型销量持续增长，产品结构优化推动盈利能力上升，体现“量增利更增”的局面。预计公司 09 年、10 年 EPS 为 1.05 元、1.50 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

图 6：全面摊薄净资产收益率 (%)



(数据来源：WIND 爱建证券)

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

### ● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。